

公司研究/深度研究

2017年11月01日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 46.2
合理价格区间(元): 52.38~56.56

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

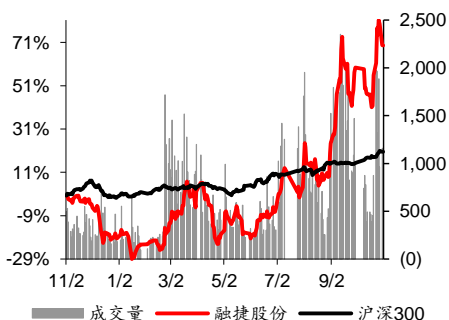
孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

1 《融捷股份(002192): 电池 Pack 陆续出货, 静待锂矿复产》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

锂业景气大势下, 公司拐点悄然近

融捷股份(002192)

锂行业景气持续, 公司价值需待重估

今年以来锂板块尤其上游资源企业整体涨幅较大, 一方面因锂盐价格上涨导致 EPS 预期提升, 另一方面市场对新能源汽车产业化信心不断增强, 及对上游瓶颈价值认可, 进而对行业估值溢价提升。公司在四川甘孜州坐拥全亚洲最优质的锂矿资源, 碳酸锂储量达 102 万吨, 若对标天齐锂业的吨储量市值比, 未来矿山复工复产我们则认为可给予 60%-65% 的风险折扣, 公司矿山资产合理市值即为 130.32-141.18 亿元, 较当下存在一定的低估。考虑到锂行业景气周期的持续, 以及近年来公司自身在锂上游业务的持续深耕, 公司锂资源价值重估正当时。

新能源替代传统能源的大趋势或确立, 地方政府或因地利制宜

新能源汽车替代燃油车的中长期趋势基本确立, 锂钴资源的稀缺性日益凸显。因盐湖资源丰富, 青海政府已提出将青海打造成中国千亿元锂电产业基地的计划, 四川省坐拥优质锂矿资源, 也曾将“中国锂都”计划提上日程。据成都日报称, 公司控股股东融捷集团拟斥资 60 亿在邛崃产业园区建设新能源汽车电池产业园, 更加印证地方政府对锂电产业支持力度不减, 再叠加高利润率的推动, 我们认为公司锂矿复产之路难再遥遥无期; 特别是 2017 年 10 月 19 日甘孜州就融捷矿业 105 万吨露天开采扩建工程环评影响第一次公示, 为矿山尽快复产或走出关键第一步。

锂电产业链深度布局, 春花待秋实

公司近些年沿着锂电产业链自上而下布局的脚步仍没有停止, 收购东莞德瑞 (65% 股权)、收购长和华锂 (80% 股权)、参股融捷金属 (20% 股权) 等均彰显了公司致力于在锂电行业深度拓展的战略意图。公司目前拥有 45 万吨锂矿石采选能力 (待复产), 远期或扩至 105 万吨, 配套规划年产 2.2 万吨锂盐厂。此外, 长和华锂具备 3000-5000 吨的锂盐年产能力, 融捷金属拥有 700 吨钴系主产品 (按钴金属量计) 产能, 正推进年产 3,000 吨 (按钴金属量计) 锂电正极材料二期建设项目, 锂电设备业务 (东莞德瑞) 2016 年实现净利润约 3,343.49 万元, 电子书包 300 万台/年的项目正稳步推进。不论矿山复产与否, 我们认为公司未来 2-3 年均有望迎来业绩的大幅增长。

维持“增持”评级

假设 17-19 年公司锂精矿产量分别为 0、0.77、3.06 万吨、锂盐产量分别为 0、1100、3300 吨, 电子书包产量为 1、10、20 万台, 预计公司 17-19 年实现归母净利润分别为 0.04、1.43、3.41 亿元, 对应 EPS 为 0.02、0.55、1.31 元。对标天齐锂业采用吨储量市值估价, 给予公司以一定风险折扣得公司锂上游业务合理市值为 130.32-141.18 亿元。锂电设备业务预计 17 年权益净利润为 1625 万元, 给予 35 倍 PE 可知该业务合理市值为 5.7 亿, 两业务合计合理市值区间为 136.01~146.87 亿元, 对应目标价区间为 52.38~56.56 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 锂矿复产进度不及预期、电子书包业务产能释放不及预期、锂电设备业务推广不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	259.66
流通 A 股 (百万股)	190.49
52 周内股价区间 (元)	19.30-49.40
总市值 (百万元)	11,996
总资产 (百万元)	986.71
每股净资产 (元)	2.83

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	232.45	247.76	215.00	702.81	1,421
+/-%	(51.13)	6.59	(13.22)	226.89	102.16
归属母公司净利润 (百万元)	5.83	5.31	4.06	142.71	340.69
+/-%	107.07	(8.99)	(23.56)	3,419	138.73
EPS (元, 最新摊薄)	0.02	0.02	0.02	0.55	1.31
PE (倍)	2,058	2,261	2,958	84.06	35.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

转型虽坎坷，厚积待薄发	4
锂行业景气持续，资源价值水涨船高	7
上游资源稀缺局面难改，锂价高位难下	7
下游需求成长空间大	8
供需紧平衡延续，锂价未来 2-3 年或维持高位	9
公司资源价值应获重估	10
锂精矿涨价，优质资源备受青睐	10
一座优于绝大多数海外资源的矿山	11
扩产项目被公示，复产概率或升高	12
复产后业绩弹性较为可观	12
锂电产业链深度布局，春华等秋实	14
收购长和华锂+参股融捷金属，夯实锂电上游业务	14
融捷集团斥资建园，产业协同效应或凸显	14
维持“增持”评级	16
盈利预测	16
投资建议	16
PE/PB - Bands	17
风险提示	18

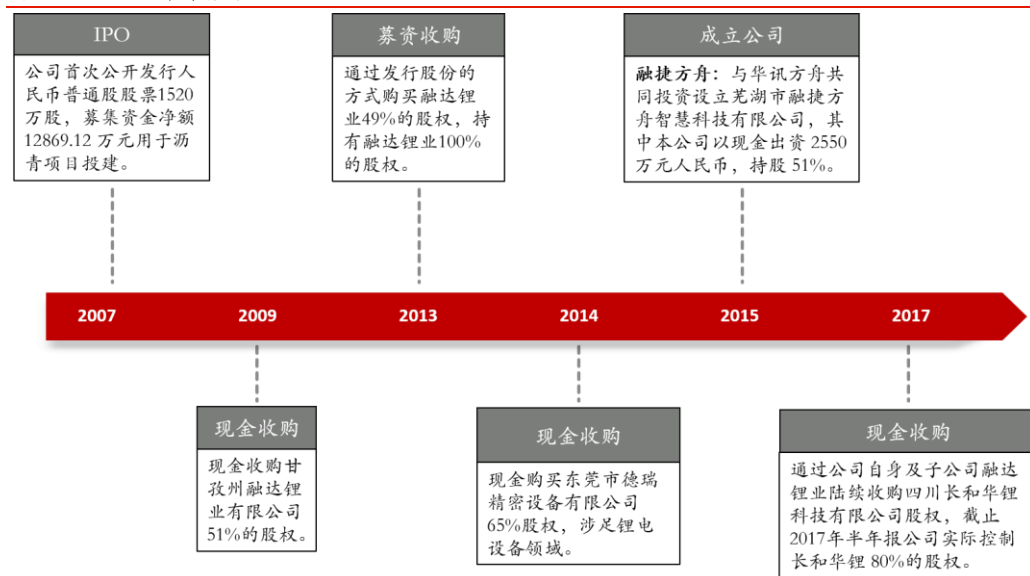
图表目录

图表 1: 公司业务部署情况	4
图表 2: 公司股权结构 (截止 2017 年 6 月 30 日)	4
图表 3: 公司净利润变动情况 (百万元)	5
图表 4: 公司营业收入变化情况 (百万元)	5
图表 5: 公司营业收入结构 (2017 年 6 月 30 日)	5
图表 6: 公司毛利润结构 (2017 年 6 月 30 日)	5
图表 7: 公司智能电子书包产品	6
图表 8: 锂电设备业务经营数据	6
图表 9: 锂产业链	7
图表 10: 今年以来碳酸锂价格持续上涨	8
图表 11: 我国新能源汽车产量	8
图表 12: 锂行业需求路线图	8
图表 13: 锂行业供需平衡 (2015-2020)	9
图表 14: 2018 年锂资源供给格局 (预测)	9
图表 15: 锂资源企业今年以来涨幅	10
图表 16: 锂资源项目备受资本市场青睐	11
图表 17: 甲基卡 134 号脉储量信息	11
图表 18: 融达锂业锂精矿产销量	12
图表 19: 甲基卡矿山采石场实拍	12
图表 20: 融达锂业 105 万吨扩建项目被康定市政府公示	12
图表 21: 公司锂矿及锂盐业务利润测算	13
图表 22: 融捷股份控股长和华锂	14
图表 23: 四川省新能源汽车相关投资	15
图表 24: 盈利预测核心假设	16
图表 25: 融捷股份储量吨市值水平较低 (截止 2017 年 10 月 31 日)	17
图表 26: 融捷股份历史 PE-Bands	17
图表 27: 融捷股份历史 PB-Bands	17

转型虽坎坷，厚积待薄发

公司上市时主营业务为沥青建材，在国内和广东高速公路建材市场拥有较高的市占率水平，但随着宏观经济增速放缓，沥青业务经营业绩下滑，于是早在 2009 年公司便开启业务转型进程，收购甲基卡锂资源矿山，进入锂电上游领域。近些年，公司也一直在锂产业链持续深度布局，但由于锂矿一直未能顺利复产，板块业务盈利仍未得到充分释放。此外公司还充分利用自身股东背景优势，积极开展了光电显示材料方面的业务。

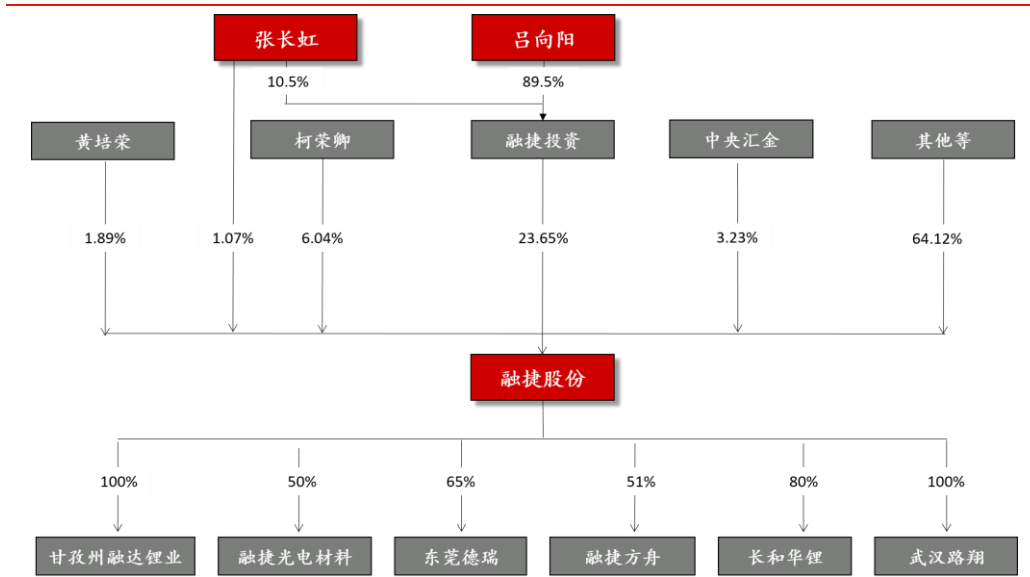
图表1：公司业务部署情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股东背景雄厚。公司控股股东为融捷投资股份有限公司，实际控制人为吕向阳、张长虹夫妇，融捷投资近三年的主营业务为股权投资和实业运营，投资领域涉及新能源、新材料、新技术相关产业领域。除控股融捷股份外，融捷投资还持股华讯方舟、比亚迪、合肥融捷能源科技有限公司、广东融捷融资租赁有限公司等。吕向阳先生 1995 年与王传福先生共同创办深圳市比亚迪实业有限公司，同时是比亚迪股份有限公司的十大股东之一，现任融捷投资董事长、比亚迪股份有限公司副董事长、比亚迪慈善基金会副理事长、广东安徽商会名誉会长、安华农业保险有限公司董事等职务，其与锂电新能源产业及新材料产业的深厚历史渊源，也对融捷股份在相关领域的业务拓展形成了较为坚实的支撑。

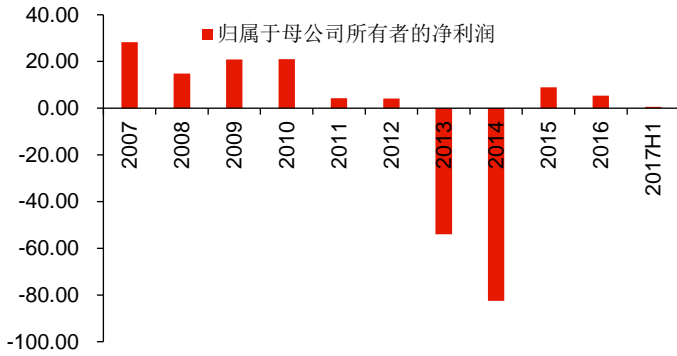
图表2：公司股权结构（截止 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

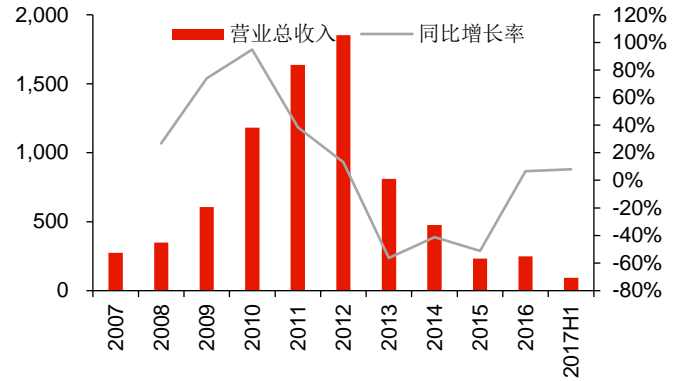
业绩仍未充分释放，春花待秋实。2016年公司实现营业收入2.48亿元，实现归母净利润约531万元，2017年上半年实现营业收入9417万元，实现归母净利润约63万元，同时据公司最新的三季度业绩预告显示，2017年前三季度预计实现归母净利润150-200万元。目前公司主要利润来自于锂电设备及柔性显示屏销售，但无论从营收规模还是净利润规模上都不难看出，公司多条业务线均未得到充分释放，现阶段盈利能力欠佳。

图表3：公司净利润变动情况（百万元）



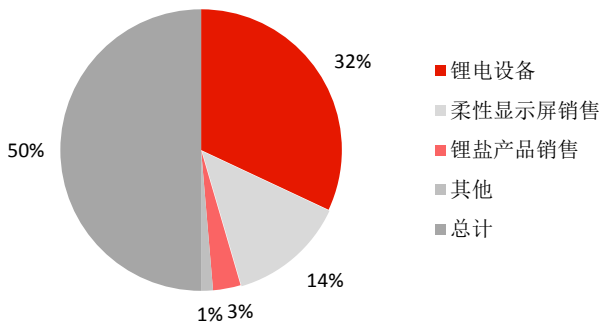
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表4：公司营业收入变化情况（百万元）



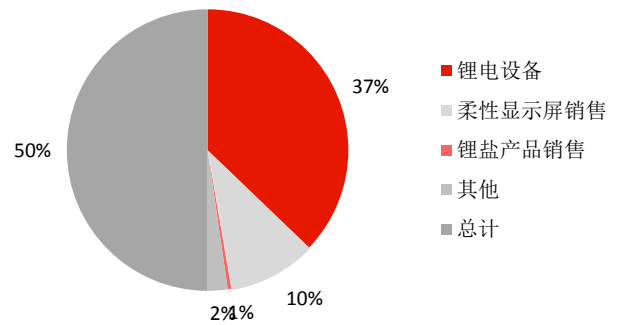
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表5：公司营业收入结构（2017年6月30日）



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表6：公司毛利润结构（2017年6月30日）

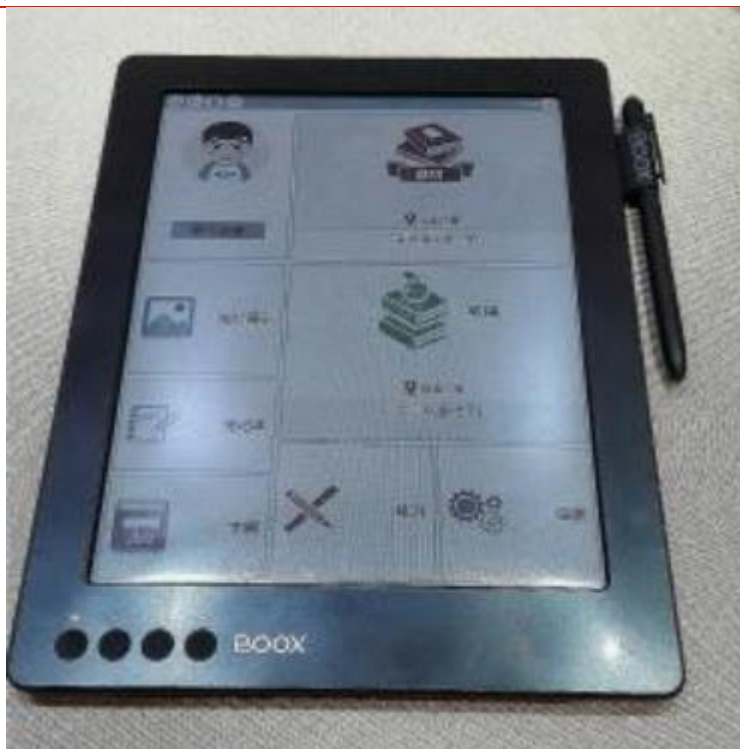


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

锂电布局动作频频，静待锂矿复产。融达锂业旗下的甲基卡锂辉石矿一直是公司的核心资产，原计划是在2013年启动甲基卡锂辉石矿105万吨/年的技改扩能计划，但相关政府部门启动融达锂业上述扩产项目的征地工作后，遭到当地不同涉矿村的不同利益诉求，进展远远落后于预期，截止目前该矿仍未复产，导致公司锂板块盈利能力一直未能充分释放。但公司在锂电产业的布局一直在不断推进。尤其是今年，公司先是在3月份与融捷投资共同出资5000万元设立成都融捷锂业科技有限公司，后又陆续以公司自身及子公司为主体用现金累计收购了四川长和华锂80%股权，10月13日公司公告称拟向融捷金属增资1.18亿元（完成后将持有20%股权），助推其正极材料及钴盐扩产计划。我们认为新能源产业已成国之大策，锂电产业为关键产业环节，近年产业的景气程度及政府扶持力度相比前些年都有进一步的改善，再叠加公司自身的不懈躬耕，我们有理由相信公司锂板块的经营环境和前景正不断向好。

电子书包业务持续推进。2015年4月公司与深圳市华讯方舟科技有限公司共同投资设立芜湖市融捷方舟智慧科技有限公司，作为公司智能电子书包业务平台，开始涉足智慧科技领域。目前在电子书包业务领域，公司及控股股东和关联方已经完成了电子书包产业链的布局，公司主要是从事基础材料的生产及集成、电子书包硬件集成和系统集成业务。公司的智能电子书包产品定位为柔性TFT基板和彩色电子墨水显示，可弯曲、防摔，不伤眼睛、耗电低，无论是产品还是技术都属于领先地位。

图表7: 公司智能电子书包产品



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

锂电设备业务平稳增长。公司2014年收购65%股权的东莞德瑞成立于2011年1月28日, 目前已成为一家集新能源设备研发、生产及提供解决方案于一体的高科技企业。主要产品包括消费锂电池生产线和动力锂电池生产线上偏后端和装配段的非标定制设备, 东莞德瑞是国内锂电池生产设备细分行业龙头, 其成立以来成长迅速, 其设计的自动化设备的自动化程度、速度、柔性度等方面都处于国内一流。东莞德瑞2014-2016年分别实现净利润2270.6、2605.4、3343.5万元, 实际利润均达到承诺利润要求。

图表8: 锂电设备业务经营数据

	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业收入(万元)	14022.5	9758.5	12781.9	18687.8	6071.4
营收同比		-30.4%	31.0%	46.2%	
净利润(万元)	1110.2	2270.6	2605.4	3343.5	1148.1
净利润同比		105%	15%	28%	
毛利率(%)		46.04%	36.08%	46.05%	36.10%
净利率(%)		23.27%	20.38%	17.89%	18.91%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

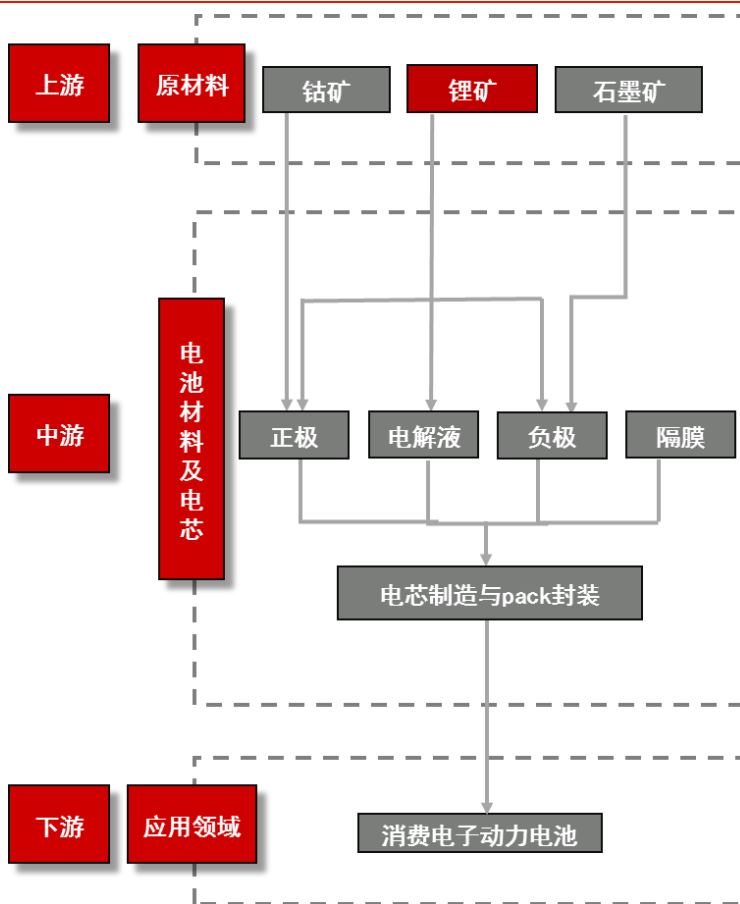
锂行业景气持续，资源价值水涨船高

今年以来锂资源价格持续上涨，下游需求回暖，以及锂板块龙头标的股价创新高，客观上为公司资源价值重估提供了条件。与此同时，公司近年来在锂电领域的一系列运作，叠加四川及甘孜州在政策上的一些新变化也让我们看到了该业务板块向好的积极信号，公司坐拥亚洲最优质锂矿资源，重估正当时。

上游资源稀缺局面难改，锂价高位难下

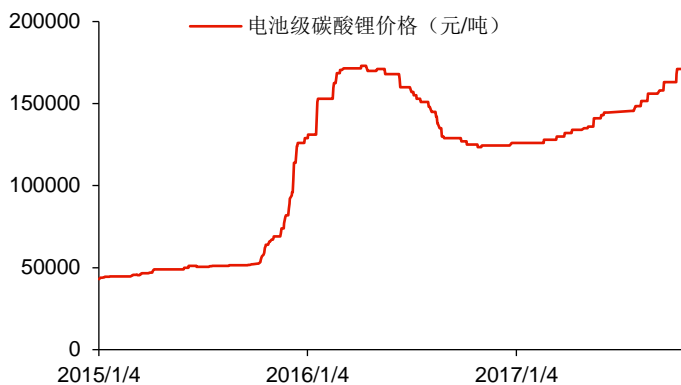
根据亚洲金属网数据，今年以来电池级碳酸锂价格从年初的12.6万元/吨一路上涨至当前的17.1万元/吨，但仅从新能源汽车产销数据而言，需求似未显示出显著超预期之处，但锂盐价格仍在持续上涨，彰显出中上游瓶颈仍然存在。当然，自2015年锂价大幅上涨以来，一些新增和复产锂资源项目开始出现，典型如银河资源、Orocobre等均有产能释放，但不论是矿石还是卤水提锂均需要磨合，且大型锂电厂商对资源品质有较高要求，这就造成一种现象，一方面市场能不断见到资源增量出现，一方面真正进入电池产业链形成有效供给的资源增量却较为有限。因此优质、成熟、稳定的上游资源项目的稀缺性价值仍在不断提升。

图表9： 锂产业链



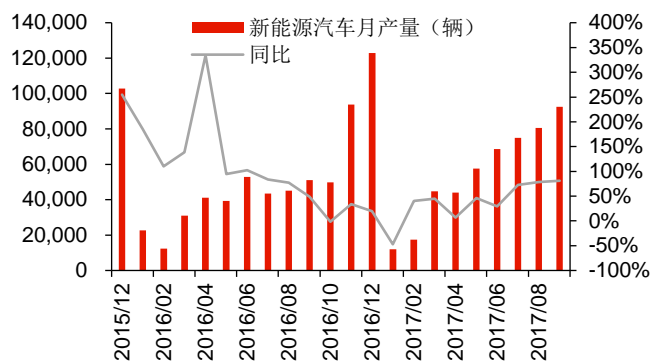
资料来源：华泰证券研究所

图表10: 今年以来碳酸锂价格持续上涨



资料来源: 亚洲金属网, 华泰证券研究所

图表11: 我国新能源汽车产量

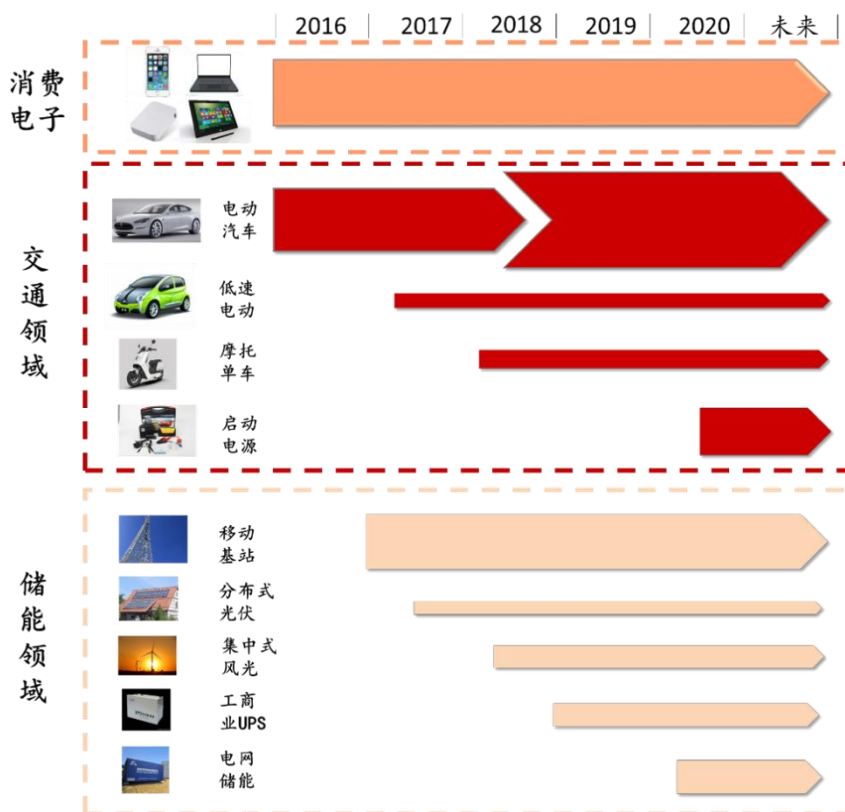


资料来源: 节能与新能源汽车网, 华泰证券研究所

下游需求成长空间大

今年9月工信部副部长辛国斌表示,我国已启动传统能源车停售时间表研究,除我国外,海外一些国家也曾将燃油车禁售提上日程。而据EVsales数据显示,2016年全球电动车实现销售77.4万辆,占全球整体汽车市场的份额约为0.85%,未来仍存非常广阔的需求空间。除动力电池之外,锂电在基站、分布式光伏发电、工业储能等领域的应用仍处初期应用阶段,目前难猜需求之“顶”,下游需求的成长空间较大。

图表12: 锂行业需求路线图



资料来源: 高工锂电, 华泰证券研究所

供需紧平衡延续，锂价未来2-3年或维持高位

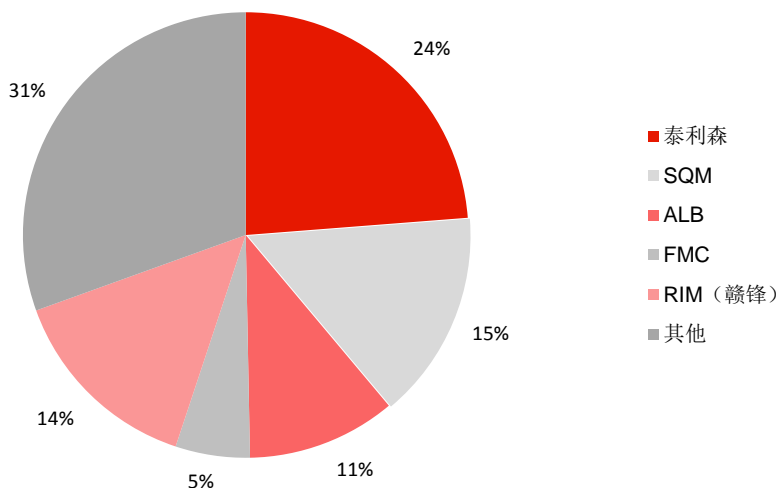
对需求进行细致拆分后，再综合对未来新增项目的判断，我们得到了2015-2020年锂行业的供需平衡表，从表中可以看出2015-16年行业出现了明显的供需缺口，得以解释为什么自15年以来锂价出现了较大幅度上涨。后随着新增供给的出现，2018-20年锂行业或会出现数字层面的过剩，但过剩量基本在1万吨以内，维持供需紧平衡状态，锂价不至于大跌。原因在于，1) 锂资源端的集中度仍然非常高，即使在表现过剩量较大的2018年，我们预计五大巨头合计的市占率接近70%，对价格的控制力仍强。2) 盐湖和锂矿开采不确定性较大，供给是否能如期释放呈变数。

图表13： 锂行业供需平衡（2015-2020）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
传统领域	9.19	9.29	9.38	9.47	9.57	9.66
增长率 (%)		1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
锂电池领域	9.10	10.86	13.17	17.33	23.38	30.81
增长率 (%)	15%	19%	21%	32%	35%	32%
锂一次电池	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49	0.52
动力电池 (除特斯拉)	2.30	3.31	4.31	5.91	8.02	11.04
特斯拉锂电需求	0.40	0.53	1.07	2.31	4.27	6.76
基站储能	0.32	0.42	0.54	0.70	0.91	1.19
消费电子	3.68	3.97	4.17	4.84	5.35	5.91
风光储能	0.09	0.12	0.34	0.56	1.55	2.34
其他	1.90	2.09	2.30	2.53	2.78	3.06
需求合计 (万吨)	18.29	20.15	22.55	26.80	32.95	40.47
供给合计 (万吨)	17.395	19.3335	22.57	27.77	33.77	40.97
供需平衡 (万吨)	(0.90)	(0.81)	0.02	0.97	0.82	0.50

资料来源：SQM annual report, 华泰证券研究所

图表14： 2018年锂资源供给格局（预测）



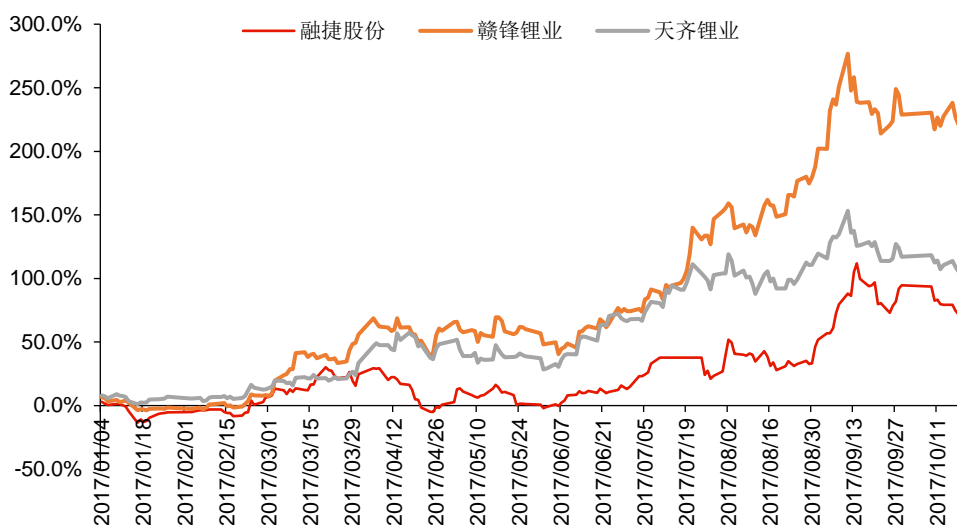
资料来源：公司公告, 华泰证券研究所

优质、成熟资源稀缺性凸显。目前锂盐生产主要分为矿石提锂和盐湖提锂，前者技术成熟，技术壁垒较低，但资源较为集中，具有较强稀缺性。后者表观资源储量较大，但因盐湖杂质含量差异大而形成了一些技术壁垒，如我国青海盐湖，提锂技术成为制约有效产能释放的核心因素。虽然业内一致认可，远期支撑锂的巨量需求必须依托盐湖资源，但由于盐湖开发周期长，且具有一定的壁垒，短期放量仍较难。因此我们认为未来2-3年有效产能增量可能多来自Mt Marion、Pilgangoora、Bald hill、Mt Cattlin等矿山，但这类矿山多集中于西澳，且多为新晋项目，在生产、运输及成本等环节存在一定的波动性，相对而言若国内川藏地区锂矿资源得以顺利生产，其不论相对于盐湖还是海外矿山优势均较为明显。

公司资源价值应获重估

今年以来锂板块整体涨幅较大，龙头企业如赣锋锂业今年最高涨幅超过 300%。一方面有锂盐价格上涨导致的 EPS 预期提升，另一方面也有市场对新能源汽车产业化道路的信心不断增强，和对上游瓶颈价值的认可，进而对行业估值溢价提升的考量。公司坐拥全亚洲最优质的锂辉石矿山资源，理应获得一部分估值提升。此外公司今年在锂业务方面也有一定进展，当下的政策环境也较前些年有些积极变化，公司矿山价值应获得重估，按照天齐锂业 350 万吨左右的权益储量对应 755.5 亿元市值（截止 2017 年 10 月 31 日）来看，吨市值约 2.13 亿元/吨。考虑到公司复产仍存一定不确定性，需要打一定的折扣，以 60-65% 计，公司甲基卡矿山 102 万吨碳酸锂储量对应的合理市值约 130.32-141.18 亿元。

图表15： 锂资源企业今年以来涨幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们判断市场对公司的预期差抑或盲点或在于：1) 尚未充分认知本土锂矿资源的稀缺性和相对优势。2) 公司本身及政策环境的变化没有充分认知。

锂精矿涨价，优质资源备受青睐

根据海关数据，15-16 年间西澳进口锂精矿均价大多在 400-550 美元/吨区间内，但自去年下半年开始，西澳锂矿企业与国内锂盐加工企业签订的包销价基本设定在 900-1000 美元/吨，虽考虑企业之间报价有差异，但锂精矿价格较前些年整体上移基本成为事实。在这种背景下，国内外矿山资源尤其是成熟矿山资源备受青睐在情理之中。

图表16： 锂资源项目备受资本市场青睐

时间	企业	详情
2017年10月	江特电机	公司通过全资子公司德国耐尔参与澳大利亚上市矿企 Tawana 增发并获其 11.45% 股权，Tawana 投资开采 Bald Hill 锂矿山项目。
2017年10月	欧洲锂业	澳洲锂业宣布开始发起配售，以每股 0.05 美元价格筹集 200 万美元，资金将用于完成该公司于奥地利的 wolfsberg lithium project 的初步可行性研究。
2017年10月	科达洁能	全资子公司科达锂业拟以自有资金 35564 万元受让芜湖基石持有的蓝科锂业 10.78% 股份，以 19378 万元受让芜湖领航持有的蓝科锂业 5.87% 股份，转让完成后科达洁能合计持有蓝科锂业 43.58% 的股份。
2017年10月	中葡股份	公司拟向控股股东下属企业青海国安以 6.71 元/股的价格，非公开发行股份购买国安锂业 100% 股权，交易价格 27.08 亿元。
2017年9月	长城汽车	公司间接全资子公司亿新发展拟以自筹资金认购皮尔巴拉 (Pilbara Minerals) 新增股份，认购完成后亿新发展将持有皮尔巴拉矿产公司不超过 3.5% 股权，同时将参照双方约定的定价方式报销 Pilgangoora 生产的锂辉石精矿 7.5 万吨/年。
2017年9月	澳大利亚核心勘探公司	公司宣称已经签署比诺埃锂项目收购协议。
2017年9月	SQM	SQM 宣布，公司及旗下公司已与三家公司签署一项收购协议，将收购西澳大利亚州霍兰山锂矿项目 50% 的股权。
2017年9月	永兴特钢	公司拟以 1.05 亿元收购合纵锂业 11.47% 股权，交易后持有合纵锂业的股权提高至 25.75%，合纵锂业主营电池级碳酸锂，已初步建成年产 1 万吨电池级碳酸锂生产线。
2017年8月	雅化集团	公司全资子公司雅化国际拟自筹资金 200.40 万欧元认购澳大利亚核心地勘有限公司定向增发股份，并就后续非斯锂项目合作及获得其锂矿包销权达成意向。
2017年8月	华友钴业	公司全资子公司华友国际矿业拟以 1302 万欧元认购澳洲 AVZ 公司新发行的 1.86 亿股份，AVZ 持有刚果 (金) Manono 项目 60% 权益，Manono 项目存有一定的锂资源找矿潜力。
2017年8月	威华股份	公司定增方案获证监会审核，拟定增募集不超过 6.60 亿元，用于增资控股万弘高新和致远锂业。
2017年7月	金沙江资本	据外媒消息，金沙江资本打算收购 SQM 的一部分股权，据智利政府信息公开网站显示，金沙江资本的两名代表 4 月 24 日与 Corfo 的负责人会面。
2017年5月	容汇锂业	拟 2.58 亿元收购西藏阿里麻米措公司 12.6% 股权，麻米措是西藏自治区锂资源量最大的盐湖。
2017年4月	赣锋锂业	公司全资子公司赣锋国际拟以自有资金认购澳洲皮尔巴拉公司不超过 5% 股权。

资料来源：公司公告，亚洲金属网，华泰证券研究所

一座优于绝大多数海外资源的矿山

公司的全资子公司融达锂业具体从事康定县呷基卡锂辉石矿采选业务，持有康定甲基卡锂辉石矿 134 号脉采矿权证，原矿储量为 2899.5 万吨，折合碳酸锂储量约 102 万吨，原矿品位达 1.27%，**锂证载开采规模为 105 万吨/年，折合碳酸锂约 2.3 万吨/年**。甲基卡锂辉石矿 134 号脉是我国资源储量较大、开采条件较好的伟晶岩型锂辉石矿床，其矿脉集中，部分矿体呈正地形裸露地表，其本身南高北低，相对高差 90 米，适宜于露天开采，矿区附近水资源比较丰富，是国内少有高品质锂矿资源。根据公司 2016 年年报披露，目前融达锂业甲基卡矿山 45 万吨/年选厂技改工作已基本完成，待当地政府和相关部门协调当地村民关系后就可复产，今后将专题研究并启动后续 60 万吨/年选厂建设以解决后续产能问题。

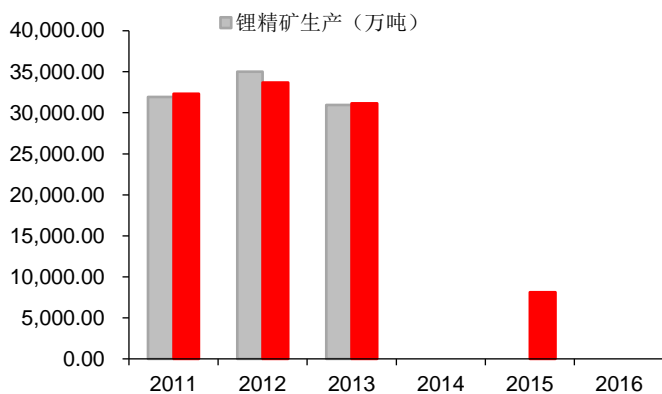
图表17： 甲基卡 134 号脉储量信息

资源 储量	指标	数量		
	矿石保有量 (占用, 万吨)	2899.5		
	氧化锂保有量 (万吨)	41.227		
	设计利用量 (矿石, 万吨)	2887.316		
	设计利用率	99.58%		
	可采量	2742.95		
品位	指标	2013年	2012年	2011年
	原矿品位 (%)	1.27	1.3	1.34
	锂精矿品位 (%)	5.6	5.61	5.59
	尾矿品位 (%)	0.52	0.56	0.5

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

成熟矿山，基建完整，成本优势明显。融达锂业经过爆破—采剥—二次破碎后运到选矿厂，采用磨矿—浮选联合工艺流程为主线的选矿新工艺生产出锂精矿，该工艺技术为成熟技术，处于大批量生产阶段。在2014年冬歇期之前融达锂业处于正常生产状态，稳定年产锂精矿3万吨以上，基建设施齐全，一旦可以获准复产，产量爬坡预计较快。相比海外矿山而言，甲基卡虽处高原地区但道路、水电设施较为齐全，开采成本和运输成本均低得多，按照业内锂矿采选业普遍的200元/吨的矿石采选成本来看（若后续60万吨/年采选项目坐落“飞地”工业园区，单吨矿石运输费用较高），吨锂精矿采选成本约为1300元/吨，相较进口国外锂精矿动辄1000美元/吨的售价，成本优势非常明显。

图表18：融达锂业锂精矿产销量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表19：甲基卡矿山采石场实拍



资料来源：华泰证券研究所

扩产项目被公示，复产概率或升高

2017年10月19日，康定市政府公布《甘孜州融达锂业有限公司康定甲基卡锂辉石矿年产105万吨露天开采扩建工程项目环境影响评价第一次公示》，据公示此次环评将对项目建设期及实施过程中和实施后对项目周围的大气、地表水、声学环境、固体废弃物、生态环境影响及环境风险进行分析评价。搁浅了三年的扩产计划近期得到政府公示，为复产复工走出关键一步，复产概率或升高。

图表20：融达锂业105万吨扩建项目被康定市政府公示

项目名称	康定甲基卡锂辉石矿年产105万吨露天开采扩建工程项目
建设单位	甘孜州融达锂业有限公司
建设地点	康定市塔公镇
建设性质	扩建
建设内容	采矿规模从年产24万吨扩建至年产105万吨，年新增81万吨，本次评价仅针对原矿采矿扩能，不新增土地，不涉及选矿厂和尾矿库
环评工作内容	本次环评将对项目建设期及实施过程中和实施后对项目周围的大气、地表水、声学环境、固体废弃物、生态环境影响及环境风险进行分析评价。
备注	公众可在公告发布之日起10个工作日内，通过①邮寄信函（以邮戳日期为准）；②电话反馈意见③电子邮件等方式与建设单位或环评单位联系。发表意见的公众请注明发表日期、真实姓名和联系方式，以便根据需要反馈。

资料来源：康定市政府，华泰证券研究所

复产后业绩弹性较为可观

公司复产概率上升，若锂矿复产顺利，按照现有45万吨采选规模测算，满产状态下矿业业务能贡献年净利约3.58亿元。由于公司二期项目选厂仍在论证阶段，假设二期选在“飞地”工业园区，运输费用可能稍高，但由于靠近下游消费地，也能抵消一部分运输费用的增加。将运输费用增加因素考虑进去做A、B情形测试知，远景105万吨达产后锂矿可贡献年利润约6.5-7.8亿元。若锂矿顺利复产，公司配套建设的2.2万吨锂盐项目也会开始投建，假设锂价维持在14万元/吨的情况下，这部分的利润亦较为丰厚。

图21： 公司锂矿及锂盐业务利润测算

情形	45万吨项目		远景105万吨项目	
	现有		情形A	情形B (增运输费用)
锂矿环节				
采矿规模 (万吨)	45		105	105
锂精矿产量 (万吨)	7.87		18.37	18.37
锂精矿价格 (元/吨, 含税)	8000.0		8000.0	8000.0
营业收入 (万元)	53833.3		125611.1	125611.1
营业成本 (万元)	9000		21000	36750
单位矿石采选成本 (元/吨)	200		200	200
单位额外运输成本 (元/吨)				150
三费和营业税金及附加 (万元)	2691.67		12561.11	12561.11
锂矿净利润 (万元)	35820.4		78242.5	64855.0
锂盐加工				
锂盐产量 (万吨)	0.5		2.20	2.20
锂盐单价 (万元/吨, 含税)	14.00		14.00	14.00
营业收入 (万元)	59829.1		263247.9	263247.9
营业成本 (万元)	39850.4		175341.9	175341.9
单位原料成本 (万元/吨)	5.5		5.5	5.5
单位加工成本 (万元/吨)	2.5		2.5	2.5
三费和营业税金及附加 (万元)	2991.5		13162.4	13162.4
锂盐净利润 (万元)	14439.1		63532.1	63532.1
锂业务净利润合计 (万元)	50259.52		141774.55	128387.05

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：据亚洲金属网数据，公司80%控股的长和华锂有约5000吨锂盐产能，2.2万吨锂盐项目建成后，再加上长和华锂总计远景产能不止2.2万吨；但由于本部分着眼于锂矿复工后带来的潜在利润，105万吨锂原矿最多支持2.2-2.3万吨锂盐生产，因此锂盐产量设定为2.2万吨；同时出于谨慎原则，锂盐厂建设需时间，45万吨项目下仅用现有长和华锂锂盐产能（5000吨）做测算（45万吨实际可支持约1万吨锂盐生产）；据调研知，目前锂精矿价格（6%）售价基本在8000元/吨以上，根据百川资讯数据，2017年10月31日电池级碳酸锂市场价（四川矿石锂）为17万元，预计未来锂行业供需仍维持紧平衡，出于谨慎起见，取14万元/吨价格做测算基准。

锂电产业链深度布局，春华等秋实

尽管因特殊因素公司矿山资产无法生产，但公司近些年沿着锂电产业链自上而下的布局脚步仍没有停止，收购东莞德瑞、合资设立芜湖天量、收购长和华锂等均彰显了公司致力于在锂电行业深度拓展的战略意图。依托于优质的资源和强大的股东背景，公司不断夯实其在锂电产业的优势地位，不论矿山复产与否，我们认为公司未来几年均具备释放其业务潜力的基础，春华正待秋实。

收购长和华锂+参股融捷金属，夯实锂电上游业务

拟建 2.2 万吨锂盐项目配套锂矿采选。公司 2013 年曾与四川省眉山市甘眉工业园管理委员会在广东省广州市签订了《项目投资合同》。公司拟在甘眉工业园区投资建设“年产 2.2 万吨锂盐及金属锂、锂合金生产项目”，项目总投资预计为 10.32 亿元。此前项目规划为年产氢氧化锂 9000 吨、碳酸锂 10000 吨、氯化锂 3000 吨。项目设计初衷是与 105 万吨/年采选业务配套，因上游锂矿采选一直未能复产，2.2 万吨锂盐项目目前一直未有实质性进展。

收购长和华锂，获其 80% 股权。2017 年 5-6 月，公司对长和华锂进行了股权收购，截止目前已实际控制长和华锂 80% 股权。据亚洲金属网资料披露，长和华锂位于四川都江堰，长期从事锂行业产品研发和生产，主要生产碳酸锂及单水氢氧化锂，年产能约 5000 吨。长和华锂从事基础锂盐生产已逾十年，积累了丰富的锂盐生产经验和技術储备，收购长和华锂有助于增强公司在锂盐环节的核心竞争力和竞争优势。

图表 22：融捷股份控股长和华锂

时间	实施主体	交易标的	交易金额 (万元)	目的
2017 年 5 月	融捷股份	长和华锂 42% 股权	2485	对公司锂盐环节的布局进行了有效的补充
2017 年 6 月	子公司融达锂业	长和华锂 38% 股权	2249	延伸了锂产业链，提升盈利能力

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

携手控股股东合资设立成都融捷锂业科技有限公司。2017 年 3 月，公司公告称拟与融捷投资共同投资设立成都融捷锂业科技有限公司，注册资本 5000 万元人民币，其中本公司以与融捷投资各占 50%。成都融捷锂业设立在成都市天府新区邛崃产业园区，主要经营锂盐系列产品的研发、生产和销售，与控股股东在邛崃投建的产业园区有望形成协同效应。

参股融捷金属，业务涉钴。2017 年 10 月 13 日，公司公告称拟向融捷金属增资 11,800 万元人民币，属于关联交易，完成后公司将持有标的公司 20% 的股权，融捷金属目前拥有年产 700 吨钴系主产品（按钴金属量计）的产能和年产 100 吨电极铜、8500 吨硫酸铵等副产品的产能。2016 年度融捷金属生产四氧化三钴约 430 吨、销售约 880 吨，对应营收约 1.25 亿和净利润约 0.81 亿；2017 年 1-8 月生产四氧化三钴约 620 吨、销售约 430 吨，对应营收约 1.3 亿和净利润 0.55 亿。根据 2017 年 1-8 月公告产量数据，我们认为满产状态能够形成 700-800 吨产量，在产品价格不变的前提下，若全部销售预计能够形成 0.8-0.9 亿净利润。

融捷集团斥资建园，产业协同效应或凸显

据邛崃市人民政府报道，2017 年 2 月 9 日，融捷投资控股集团拟斥资 60 亿，在天府新区邛崃产业园区建设新能源汽车电池产业园。根据双方签订的协议内容，该产业园将在邛崃开展 4 万吨/年电池级锂盐及锂金属材料项目、1 万吨/年锂电池负极材料项目、100 万组/年新能源及电池综合利用项目。融捷集团在锂电产业不断布局，有望与上市公司形成协同效应。此外大额投资项目得到政府背书，也体现了当地政府对锂电产业及融捷集团本身的重视，或也对上市公司自身业务（矿山复工、扩产）的推进形成一些积极效果。

图表23：四川省新能源汽车相关投资

时间	企业	事件
2017-9-15	重庆汇洋控股	重庆汇洋控股与四川省签订了战略合作协议，与龙泉驿区（成都经开区）签订项目投资协议。汇洋控股新能源汽车项目总投资50亿元，拟建设新能源汽车总部、研发中心及年产25万台新能源汽车生产基地。
2017-9-6	五龙电动车（集团）有限公司	9月6日，成都简阳市政府与五龙电动车（集团）有限公司和昆仑石（深圳）投资基金管理有限公司在成都世纪城娇子国际会议中心隆重举行“年产40万辆新能源纯电动乘用车及4GWh锂离子动力电池”项目战略合作签约仪式。
2017-6-3	中植新能源汽车有限公司	中植新能源汽车有限公司选址成都经济技术开发区，计划打造包括新能源汽车总部基地、新能源汽车研发中心、全球新能源汽车销售中心以及全球零部件采购中心的“一基地、三中心”，收购整车制造、零部件、后市场等领域的企业并对收购企业进行技术改造。项目全部建成后，预计在成都本地产值将超过40亿元，结算销售收入超过100亿元。
2016-11-6	吉利控股集团	11月3日，成都市政府与吉利控股集团在锦江宾馆举行战略合作协议及项目投资协议签约仪式。市政协副主席、天府新区成都管委会主任杨林兴与吉利控股集团常务副总裁李东辉签署《吉利新能源汽车整车项目投资合作协议》。吉利新能源汽车整车项目总投资138亿元，设计年产能10万辆整车，计划2017年4月开工建设，2019年投产。
2016-8-20	珠海银隆新能源有限公司	珠海银隆新能源有限公司具备从整车制造到电池、电机、电控等关键零部件和充电设备的产业链。根据协议，格力银隆成都新能源产业园项目总投资约100亿元。项目分两期建设，其中一期投资不低于50亿元，将建设钛酸锂电池、新能源汽车和充电装备生产基地。
2015-10-22	上海同捷科技股份有限公司	成都市首个新能源汽车整车生产制造项目——上海同捷科技股份有限公司新能源汽车整车资料来源：华泰证券研究所生产制造基地项目正式落户金堂县。这个投资30亿元，占地300亩，建设年产整车10万台、销售收入300亿元的新能源汽车整车生产制造基地项目，建成投产后，将进一步加快国内外新能源汽车电池、电机、电控三大核心部件和相关配套项目聚集

资料来源：四川新闻网，华泰证券研究所

维持“增持”评级

盈利预测

公司未来业绩的大幅增长预计来源于：

- 1) **锂矿复产及锂盐产量的释放。**前文中已做过详细测算，若锂矿顺利复产一期 45 万吨项目，光锂矿环节满产即能贡献约 3.6 亿元净利润，锂盐部分也有望贡献 1 个多亿的净利润。因此锂矿和锂盐环节将是公司未来实现业绩大幅增长的核心变量，预计 2019 年锂矿+锂盐业务占到公司总业务毛利的 53.3%。**需注意**，尽管公司仍在多方面努力协调推进锂矿复工复产工作，但目前甘孜州政府对公司锂矿的复工复产仍未能明确，未来能否复产、何时复产都存在不确定性，复产之后会不会因为环保问题做再度整改，缴纳额外的罚款、税费等都存不确定性。
- 2) **锂电设备业务的稳步增长。**公司 2016 年锂电设备业务实现净利润 3,343.49 万元，动力电池产能大幅扩张的背景下，锂电设备行业保持稳定向上的业绩增长为大概率。
- 3) **电子书包业务的放量。**电子书包规划产能为 300 万台/年，分三期建设，15 年销售了 6.5 万台，16 年遇到一些技术问题销量大降，后续在控股股东融捷投资的大力支持下，已基本解决了柔性 TFT 基板与彩色电子墨水屏的贴合及显示技术问题，我们预计未来将恢复正常供货，后续产能的持续放量有望增厚公司净利润。

图表24： 盈利预测核心假设

项目	单位	2016	2017E	2018E	2019E
产量					
锂精矿	万吨	0.00	0.00	0.77	3.06
锂盐	吨	0.00	0.00	1100.00	3300.00
电子书包	万台	0.10	1.00	10.00	20.00
价格					
锂精矿	元/吨	-	8000.00	8000.00	8000.00
锂盐	万元/吨	14.50	14.20	14.00	14.00
电子书包	元/台	-	1500.00	2000.00	2000.00
营业收入					
锂矿采选	万元	0.00	0.00	5238.49	20953.96
锂盐	万元	0.00	0.00	13162.39	39487.18
电池设备制造	万元	18622.76	20000.00	30000.00	36000.00
电子书包业务	万元	125.21	1500.00	20000.00	40000.00
营业成本					
锂矿采选	万元	0.00	0.00	1244.96	4979.84
锂盐销售	万元	0.00	0.00	8217.09	24651.28
电池设备制造	万元	11569.67	14400.00	22200.00	26640.00
电子书包业务	万元	97.41	1050.00	14000.00	28000.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

基于上表中假设，我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润分别为 0.04、1.43、3.41 亿元，对应 EPS 为 0.02、0.55、1.31 元。

投资建议

储量吨市值角度看，公司市值有低估。将天齐锂业和赣锋锂业权益资源储量与其市值做比较可得，天齐锂业吨储量市值比约为 2.13 亿元/吨，赣锋锂业为 4.04 亿元/吨（说明：由于融捷甲基卡为成熟矿山，因此我们采用的是储量而非资源量进行横向对比），融捷股份的吨市值仅为 1.18 亿元/吨。诚然，由于融捷复产仍存不确定性，需要打一定的折扣，对照天齐锂业 2.13 亿元/吨的吨市值予以 60%-65%折扣计算，公司甲基卡矿山 102 万吨碳酸锂储量对应的合理市值约 136.01-146.87 亿元；锂电设备业务方面，预计 2017 年东莞德瑞实现净利润 2500 万元，对应权益净利润（65%）约 1625 万元，35 倍 PE（锂电龙头企业赢合科技 2017 年 wind 一致预期的 PE 为 38 倍）对应业务合理市值约 5.7 亿元。谨慎起见先不考虑电子书包业务，公司矿山+锂电设备的合理市值应在 136.01-146.87 亿元，对应目标价为 52.38~56.56 元，维持“增持”评级。

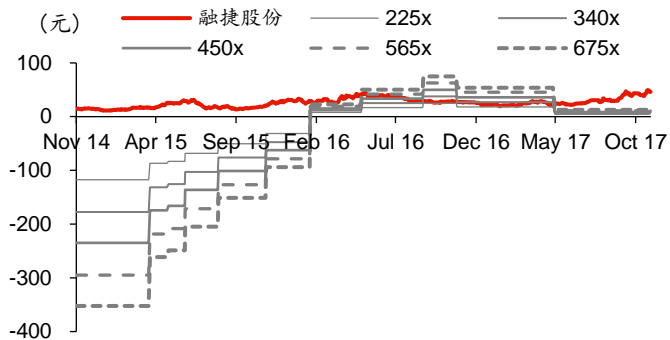
图表25: 融捷股份储量吨市值水平较低(截止2017年10月31日)

公司	矿山/盐湖	资源类型	股权比例	资源储量类型	平均品位(%)	折碳酸锂(万吨)	权益量(万吨)	市值(亿元)	市值/储量比
天齐锂业	泰利森	锂辉石	51%	资源储量 (P+P)	2.4	500	255.0	755.5	2.13
	雅江措拉	锂辉石	100%	资源量	1.3	63	63.0		
	扎布耶	盐湖	20%	资源储量		184	36.8		
	合计						354.8		
赣锋锂业	河源锂辉石	锂辉石	100%	资源储量	1.03	9.3	9.3	638.6	4.04
	Mt Marion	锂辉石	43.1%	资源量 (M+I)	1.36	261.3	112.6		
	Pilbara-Pilgangoora	锂辉石	5.0%	资源储量 (P+P)	1.27	251.9	12.6		
	美锂-Cauchari Olaroz	盐湖	8.8%	资源储量 (P+P)		271.4	23.7		
	合计						158.3		
融捷股份	甲基卡134号脉	锂辉石	100.0%	资源储量	1.27	102	102.0	119.96	1.18

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

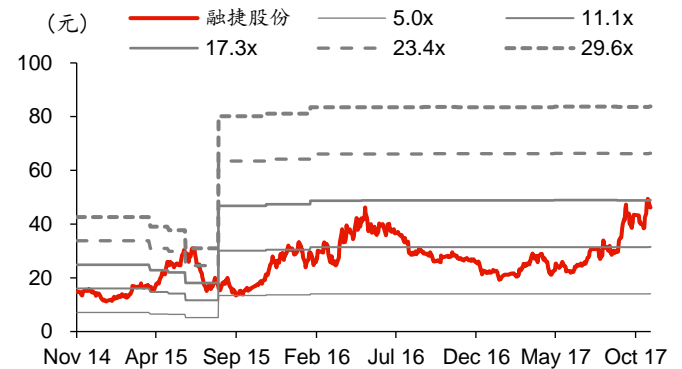
PE/PB - Bands

图表26: 融捷股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 融捷股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1) 锂矿复产进度不及预期。

锂矿复产与否对公司业绩影响较大，尽管公司仍在多方面努力协调推进锂矿复工复产工作，但目前甘孜州政府对公司锂矿的复工复产仍未能明确，未来能否复产、何时复产都存在不确定性。此外，复产之后会不会因为环保问题做再度整改，缴纳额外的罚款、税费，以及复产之后会不会产生新的环境问题甚至与村民再度纠纷等都存不确定性。

2) 电子书包业务产能释放不及预期。

3) 锂电设备业务推广不及预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	341.14	305.56	523.61	675.00	1,194
现金	106.81	109.59	345.60	105.75	105.42
应收账款	92.90	71.69	65.55	221.75	437.09
其他应收账款	6.65	25.48	18.43	57.46	123.00
预付账款	1.50	1.27	1.42	3.98	7.31
存货	107.53	58.74	65.67	202.34	355.03
其他流动资产	25.74	38.79	26.95	83.72	166.06
非流动资产	616.12	607.45	644.33	731.30	808.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	126.75	119.00	145.73	198.59	260.22
无形资产	233.89	233.08	238.18	242.79	246.30
其他非流动资产	255.48	255.37	260.43	289.92	302.43
资产总计	957.26	913.01	1,168	1,406	2,003
流动负债	133.46	70.21	122.27	303.32	643.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	66.74	238.21
应付账款	87.89	44.31	51.88	159.80	278.74
其他流动负债	45.57	25.89	70.39	76.79	126.90
非流动负债	61.43	52.17	246.46	153.37	50.58
长期借款	0.00	0.00	200.00	100.00	0.00
其他非流动负债	61.43	52.17	46.46	53.37	50.58
负债合计	194.89	122.37	368.73	456.69	694.44
少数股东权益	33.52	56.69	61.21	68.90	87.05
股本	173.10	259.66	259.66	259.66	259.66
资本公积	598.39	511.84	511.84	511.84	511.84
留存公积	(43.68)	(38.38)	(33.50)	109.21	449.90
归属母公司股	728.85	733.94	737.99	880.70	1,221
负债和股东权益	957.26	913.01	1,168	1,406	2,003

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	56.07	(0.29)	88.80	(106.59)	29.04
净利润	12.86	15.55	8.58	150.40	358.83
折旧摊销	12.10	13.56	15.14	19.90	26.54
财务费用	11.20	(0.48)	4.95	13.07	17.89
投资损失	0.00	(5.88)	(3.85)	(23.85)	(23.85)
营运资金变动	27.56	(15.96)	67.22	(279.83)	(359.69)
其他经营现金	(7.66)	(7.07)	(3.24)	13.72	9.32
投资活动现金	(19.42)	(28.06)	(52.61)	(84.54)	(83.35)
资本支出	37.63	57.54	50.01	99.99	100.00
长期投资	0.00	0.00	(1.98)	0.33	0.16
其他投资现金	18.21	29.47	(4.57)	15.78	16.81
筹资活动现金	(0.05)	30.50	199.82	(48.72)	53.98
短期借款	(168.00)	0.00	0.00	66.74	171.47
长期借款	(70.00)	0.00	200.00	(100.00)	(100.00)
普通股增加	31.00	86.55	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	410.66	(86.55)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(203.72)	30.50	(0.18)	(15.46)	(17.49)
现金净增加额	36.64	2.16	236.01	(239.85)	(0.33)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	232.45	247.76	215.00	702.81	1,421
营业成本	155.27	168.40	154.50	456.62	842.71
营业税金及附加	1.34	3.67	3.19	9.36	20.00
营业费用	5.31	12.16	10.55	31.41	66.60
管理费用	55.13	64.14	43.00	70.28	142.08
财务费用	11.20	(0.48)	4.95	13.07	17.89
资产减值损失	(3.78)	(0.89)	(0.27)	(1.06)	(0.77)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.88	3.85	23.85	23.85
营业利润	7.98	6.65	2.93	146.98	356.16
营业外收入	8.22	7.85	7.02	7.50	7.40
营业外支出	0.41	0.40	0.91	0.66	0.70
利润总额	15.78	14.10	9.04	153.82	362.86
所得税	2.92	(1.45)	0.47	3.42	4.03
净利润	12.86	15.55	8.58	150.40	358.83
少数股东损益	7.04	10.24	4.52	7.69	18.14
归属母公司净利润	5.83	5.31	4.06	142.71	340.69
EBITDA	31.28	19.73	23.02	179.95	400.59
EPS (元)	0.03	0.02	0.02	0.55	1.31

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(51.13)	6.59	(13.22)	226.89	102.16
营业利润	107.81	(16.68)	(55.91)	4,916	142.32
归属母公司净利润	107.07	(8.99)	(23.56)	3,419	138.73
获利能力 (%)					
毛利率	33.20	32.03	28.14	35.03	40.69
净利率	2.51	2.14	1.89	20.31	23.98
ROE	0.80	0.72	0.55	16.20	27.89
ROIC	2.27	0.97	1.11	15.18	25.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.36	13.40	31.57	32.47	34.67
净负债比率 (%)	0	0	55.51	37.02	34.69
流动比率	2.56	4.35	4.28	2.23	1.85
速动比率	1.75	3.49	3.73	1.54	1.29
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.27	0.21	0.55	0.83
应收账款周转率	2.53	2.95	3.06	4.76	4.20
应付账款周转率	2.39	2.55	3.21	4.31	3.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.02	0.02	0.55	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	(0.00)	0.34	(0.41)	0.11
每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.83	2.84	3.39	4.70
估值比率					
PE (倍)	2,058	2,261	2,958	84.06	35.21
PB (倍)	16.46	16.34	16.26	13.62	9.82
EV_EBITDA (倍)	381.19	604.51	517.98	66.27	29.77

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com